

M & Aが経済システムに与える効果

南部 鶴彦

はじめに

本論文では、M & Aが経済システムに与える効果について、その評価基準となるいくつかの論点を取りあげて整理を行う。M & Aを客観的に分析することは、日本経済および経営にとって非常に大きな意味を持っている。そこでまず最初に資源の効率的な配分を達成する上で、M & Aがどのような役割を果たしているかについて分析がなされている。特に重視せねばならないのは、企業という経営単位はしばしばその主要部分がサンクコストとなってしまうということである。このサンクコストとなる経営組織を有効に利用（再利用）するメカニズムとしてM & Aを考えてみるのが、動態的な発展のために必要である。しかし他方ではM & Aの持つ社会・経済的なマイナス面にも注目せねばならない。それは特にM & Aが友好的なものや敵対的なものに分けて論ぜられるのに対応もしている。M & A活動は株式市場を通じて行なわれる限り投機的側面を持たざるをえない。この投機自体は倫理的な立場を取らない限り特別な問題とはならないが、それが資源配分上の歪みをもたらす可能性は存在する。また株式市場との関係で経営に与える影響も考慮せねばならない。このような視点からの評価と同時に労働および企業経営のスタイルについて、M & Aとの関連が分析される必要がある。

1 資源配分上の効率性

M & Aが資源配分の効率にどのように寄与し

うるかを次のような単純なモデルによって説明しよう。

(1) M & Aの需要

M & Aの需要は企業が新規に設備を建設し、新しく労働者を雇用して、追加的な経営単位を創出するか、それとも既存の企業を買収してそれをそのまま新規の経営単位とするかを選択するという場で発生する。前者のタイプの経営規模の拡大は内部成長、後者のそれは外部成長とも呼ばれる。いま資本（証券）市場が完全で、経営者はこの市場から自由に他企業を購入することができるようにしよう。ここで「完全」というのは、売買される企業の市場価格は、誰もその価格をコントロールすることができず、また買手は売りに出されている企業の価値について十分な情報があるということの意味する。つまり売手の方に情報が偏っているという、いわゆる情報の非対称性がなく、また売手も買手もある標準的な品質の企業という複合財について、その価格に影響を与えることができるような条件を持たないということである。さて以上の状況で企業の選択基準は、資本市場で購入できる企業の市場価格が、新規に経営体を建設するのに必要な投資額よりも安ければ、買収を選択するということである。あるいはトービンの q とよばれる、企業の市場価格とそれと同じ企業を創出するのに必要なコストとの比率が、1以下なら外部成長を選ぶということになる。さてここで、企業の市場価格は資本市場から既知であるとして、これと同一と見なせる企業組織を建設するコスト

は企業経営者の将来に対する予想に応じて異なるものとなろう。それは新規に投資される設備のあるものはサンクコストとなり、将来回収不可能となる可能性があるからである。強気の経営者は将来すべての資本財を回収できると見るかもしれないが、弱気の経営者はそれが回収不能と見るであろう。こうして q の値は市場で取引される企業の市場価格を所与として、経営者の将来予想に応じて変動する。したがって、取引される市場価格が低いほど、外部成長を選び企業を買収するという件数は増加するであろう。すなわち、M & A に対する需要を、ある一つのタイプの企業に対する購入の件数で示すと、それは資本市場で決定される価格について、右下がりの曲線で示される。

(2) M & A の供給

市場で取引される企業を売りに出す経営者は、その市場価格を所与として行動する。もし市場価格が高ければ、自企業を市場で売却し、その収入をもって他の資産を購入することが有利となる。そこで市場価格が高いほど、企業を売却しようとする経営者の割合は増大するであろう。ここで注意せねばならないのは、複数の事業部門を保有している経営組織の場合は、その事業の一部門を売却するというのがここでの企業の売却に相当するということである。このときには、ある事業部門の収益率が、その部門を売却した資金で達成できる予想収益率以下であれば、この部門の売却——sell-off——が実行される。

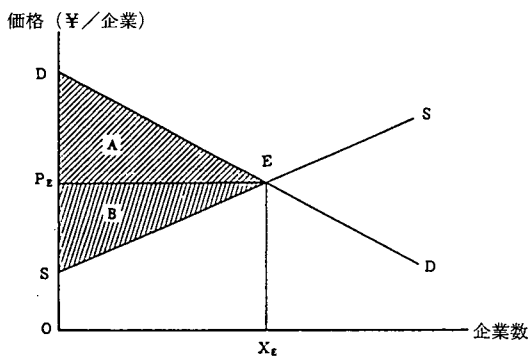
(3) M & A 市場の均衡

以上の需要および供給の条件のもとで、資本市場が存在し、競争的なワークしていれば、次のような均衡が達成される。次の図—1では、縦軸が取引される企業一単位の価格、横軸が企業の件数を示している。この図はある一つの品質を持った代表的な商品としての企業について、ひとつずつ描かれることになる。

この図で取引の成立する価格は P_E 、そのときの取引件数は X_E となる。図の A の面積は新規投資（内部成長）をして新しい経営単位を得る代りに、外部的な買収によって得られる購入側の利益を示している。他方面積 B は企業（事業）を売却することによって得られる売手側の利益である。そして $A+B$ は M & A 市場が存在することによる売手と買手の双方の利益であるから、これは M & A による社会的利益と呼ぶことができる。この取引を成立させるためには、売手も買手も情報を蒐集することから始まり、取引にかかわるさまざまな手続きを含むコストが必要となる。それらは具体的には投資銀行や弁護士、会計事務所などに支払われる項目をなしている。このような費用は $A+B$ という総利益の中から支払われることになる。したがって、 $A+B$ がこのような市場取引費用以下であれば M & A のための場としての市場は存在しない。

(4) M & A が不可能なケース

次に制度的な条件から M & A が行えないような状況があるとして、このときどのようなことが起こるかを考えてみよう。このときにも、投資を行う企業の側からは先述したような需要は存在する。したがって自国で M & A が行えないなら、海外で M & A を実現するということが選択され



図—1

るであろう。しかし企業や事業部門を売却する側からみると、その資産としての価値は容易に転売できる性格の資産、例えば土地などしか市場で実現できない。簡単化のために土地も含めてすべての資産が転売できないとしよう。このときには、売却の対象として企業はすべてサンクコストとなる。したがってその部分は買手を見つけれないまま、廃棄されざるをえない。より正確には、この企業ないし事業部門を操業して平均可変費用も回収できないとすると、これは廃棄するのが合理的である。したがってこのサンクコストの分だけ社会的な損失が生ずる。

しかしながらこの企業が収益を生みえないのは、経営者の能力や企業家精神の欠如、転用可能性についての情報の不足などによるものかもしれない。もし適切な経営者の交替があれば、この企業は再利用が可能になるかもしれないのである。そこでM & Aを行うための市場が存在するときには、主観的にはサンクコストでしかないとしても、これを一部でも回収するという目的で企業を市場で売却するというインセンティブが生じる。次の図一2はCCKOがある件数までの企業がもたらすサンクコストの大きさを示している。このとき各経営者は価格が正で、かつこの価格で売ればM & Aの市場取引費用が回収できるなら、売却のインセンティブがある。しかし企業によってそれがいくらで売れるのかの見込みは異なる。もっとも低い値段をつける経営者から順次、売却しようとする件数を示せば、次のような階段型の供給パターンを描くことができる。図一2でOK₁はもっとも低い供給価格をつける企業所有者の数(件数)、K₁、K₂は次に低い価格をつける企業所有者の数を示している。またこのようにして描ける階段関数を滑らかな曲線で示せば図一1での供給曲線SSとなる。

さて統一された資本市場で企業の売買が出来ないとしても、売却しようとする経営者と相対で取引がなされるとすれば、そのときには、OK₁まで

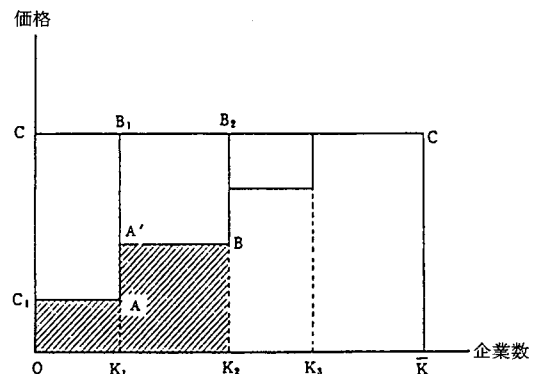
の企業はC₁という価格で取引がなされる。この結果、サンクコストの一部は売手にとって回収ができる。一方では買手はC₁AB₁Cだけ安く購入することにより利益を得る。次のK₁K₂の企業についても同様に、K₁A'BK₂だけ売手はサンクコストを回収し買手はB₁A'BB₂だけCより安く購入した利益を得る。一般的な市場がない限りは、このようなプロセスでどこまで企業の売却がなされるかは明らかでない。たとえばOK₂まで購入のチャンスがあるとすれば、そのときには売手側にOK₂BA'AC₁だけの収入が入り、一方買手側はC₁AA'BB₂Cだけの利益を得る。そして社会全体としてはOK₂B₂C分のサンクコストを廃棄せずにすむから、この分だけ社会的な損失を免れうる。

以上の分析を再びM & A市場の問題として次に要約しよう。

(5) M & A市場の効率性

次の図一3は、図一2の階段型の供給をスムーズな曲線で近似できるものとしてSSを描いたものである。

もしM & Aの市場が存在しないと、ケース・バイ・ケースの情報で企業の売手は取引に応じざるをえない。たとえばX_cの水準まで企業の売却がなされたとしよう。このときP_cという価格で企業は売却されそれが売手にとってサンクコスト



図一2

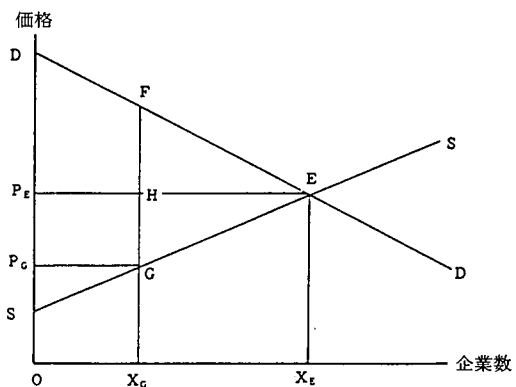
を回収する一部となる。一方買手は市場で買うとしたら払わねばならない P_E よりも安く購入できるので $P_E H G_G$ だけの利益を得る。結局買手の利益は $D F G_G$ となる。社会としてはサンクコストが $O X_G H P_E$ だけ廃棄されないという利益を受けている。しかしながら、競争の市場が存在しないために本来利用できる資源が X_E までは利用されないままになっている。つまり三角形 GEF だけの売手・買手の利益が失われるとともに、サンクコストとしては $X_G X_E E H$ だけが廃棄されることになる。このことは $M \& A$ 市場の存在することが、全体として三角形 DSE の面積の利益をもたらすだけでなく、全サンクコスト $P_E O X_E E$ が有効に社会に寄与しうることを示しているのである。換言すれば、企業ないし事業を売却できる市場が存在することは、一方で社会的余剰をネットでもたらすというだけでなく、もしこの市場がなければサンクコストとして廃棄されたかもしれない総資産を有効に活用させうるのである。

2 コンテストタビリティの視点

$M \& A$ 市場の存在は、前節で述べた資源配分の効率性を増大させるだけでなく、よりダイナミックな観点から、効率的な生産を可能にする側面がある。それは競争のプロセスを示すいま一つ概念であるコンテストタビリティ (contestability) を

$M \& A$ は増大させるからである⁽¹⁾。コンテストタビリティは退出に関する困難度と結びついている概念である。もし退出について何の障害も存在しないとき、その市場は完全にコンテストタブルであると言われる。この退出について障害をなす最も大きなものは、一たん投入した資本がサンクコストになって回収ができないという点である。実際、多くの設備などは特定の製品の生産のために特化して用いられるとすると、これを他の目的に利用することはできないことが多い。そこでこれらが再販売不可能なサンクコスト化するのである。そしてサンクコストの性格が強ければ強いほど退出の困難度が増すのでそれは参入の困難度を増大させるものとなるのである。もし退出がコストの面から自由に行えたとすると、それは参入がいつでも起りうることを意味する。したがって、先発した企業は、たとえ現実の競争者が多数存在しなくとも、潜在的な競争にさらされることになる。これは先発企業が価格をコントロールする力を弱体化させるものである。こうして、サンクコストがないという条件は、既存の先発企業の価格支配力を制限し、結果として市場を競争的にする効果を持っている。

さて、サンクコストの原因となる資本設備などの再販売可能性は、資本設備そのものだけを取り出して単独で売るというときに問題となるものである。どのように使うか、誰が使うかなどの問題があるときに、これを商品として販売は難しい。しかし設備や人員をすべて含んだ事業として販売がなされるときは、これらの設備は事業の一要素にすぎなくなる。つまり $M \& A$ の対象として、企業が売買可能となると、サンクコストとしての設備の再販売可能性はその自由度がはるかに高まるのである。以上のことから、 $M \& A$ がダイナミックな意味での競争の程度、コンテストタビリティの上昇と深く関連することは明らかであろう。 $M \& A$ は長期的な資源配分の有効性を高めるのに寄与するのである。



図一 3

3 M & Aの資源配分に与えるマイナスの効果

上述のようなM & Aが資源配分にプラスの効果を持つと同時に、それはいくつかのマイナスの効果があることが指摘できる。その典型的なものをここでとりあげて、分析的にその効果を明らかにしよう。

(1) 投機による社会的損失

M & Aに対する需要は外部成長と内部成長との比較から導かれるものであった。しかし、もし購入しようとする企業の株価が上昇すると予想されるときには、需要は投機による影響を受ける。ここでわれわれは、友好的M & Aを敵対的M & Aとを区分しておかねばならない。友好的M & Aでは売却しようとする企業の供給価格をつりあげようとする第三の要因は存在しない。株主が売りおしみて、値段をつりあげるという機会が存在しないからである。勿論需給をバランスさせるために価格は上昇するが、それはあくまで需給が一致するまでのプロセスにすぎない。ところが敵対的M & Aにあっては、企業の買手は支配株式を取得するためにできるだけ早く株式を購入しようとするので、株価をつりあげる。このことは他の人々に対して株価上昇の予想を与え、株式への需要が増大する。つまりM & Aへの需要曲線は投機のみで上方へシフトする。グリーン・メイラーと呼ばれるような投機的専門家の要因がこの

シフトをさらに増大させるのである。これと同時に、企業ないし事業の売手にとっても、株式が投機的に上昇するという予想は供給価格をつりあげる効果を持つことは明らかである。こうしてM & A市場で需給は図-4のような影響を受ける。

図-4でDDはD'D'へ、SSはS'S'上方へシフトする状況が描かれている。このとき均衡点はEからE'へ移動するが、このE'が社会的に最適なE点（友好的M & Aが達成するM & A件数）よりも多くのM & Aをもたらすかその逆かは事前には決められない。それはDDとSSの形状およびそのシフト率に依存している。資源配分の視点から重要なのは、このような投機の要因がE点よりも過大なし過小のM & A件数をもたらすことである。他の条件が一定なら、DDのシフトが大きい（小さい）ほどM & A件数は過大（過小）となる傾向があろう。また同様に他の条件が一定ならSSのシフトが大きい（小さい）程、M & A件数は過小（過大）となる傾向が生まれるであろう。

しかし企業の取引される価格の上昇すること自体は、所得分配の問題である。売手と買手間で所得は再分配されるが、株式はもともと両者のゲームであり、再分配の起ることは当然の前提である。M & Aブームで株式価格の上昇することは資源配分上にゆがみをもたらすときにのみ問題となる。

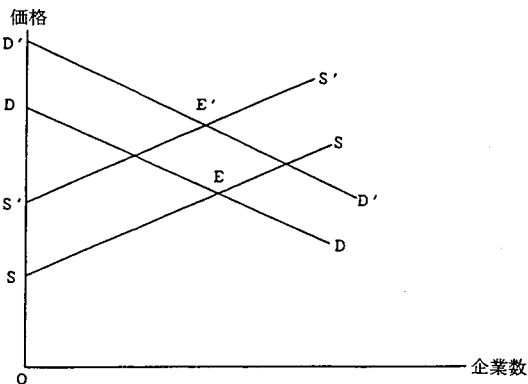


図-4

(2) 労働者への影響

M & Aの結果として、合併された企業の労働者は新しい経営のシステムに適合してゆくことを要求される。これは旧来のシステムよりも望ましいものでないことは十分ありうる。しかしながら他方では、労働者の経済的諸条件は、新しい経営者によって改善される可能性は高い。なぜなら、M & Aのターゲットとして経営者の交替が起るのは、その経営能力の差によるものであるからである。そのような交替がより効率的でより厳しい労

働条件を課すものになるか否かについて、事前に判断を下すことは不可能なのである。

わが国のように、終身雇用が標準となり、収入は年功によるというシステムがあるところでは、M & Aは既得権を侵害する可能性がある。しかし他方でそれはある一部の労働者の犠牲で利益を得ている労働者からの分配の方向を逆転させる効果も持っている。つまり終身雇用と年功賃金というシステムがあるから、M & Aはつねにすべての労働者にとって不利に働くということにはならない。むしろ問題は買収された企業の側で過去に蓄積された人的資源（あるいは人的資本）がM & Aによって流出し、それまでの有効な蓄積を無効にしてしまう恐れがあることである。これは買手側にとっての損失になるだけでなく、社会的にも純損失をもたらす可能性がある。このようなことが起こる可能性の高いのは、敵対的M & Aのケースであろうから、ここでもこのタイプのM & Aのもたらす損失に留意せねばならない。

4 M & Aと企業経営

M & Aの企業経営に与える影響については米国内で意見が対立している⁽²⁾。M & A批判論者の主要論点を挙げれば、M & Aが積極的になるほど、経営者は企業防御のために株価を重視するあまり、長期的視点からの経営に歪みをもたらすこと、およびM & Aの脅威にさらされるため経営が絶えず不安定化するというところに要約できよう。

前者についていえば、米国内での製造業の衰退が論ぜられるようになってから、米国企業の短期利益追求が日本企業に競争上遅れをとった要因の一つとして挙げられている。とくに米国企業の経営者が投資収益率や投資回収期間を気にするあまり、絶えざる製造工程の改良投資を怠っていることは実証研究等で指摘されているところである。

しかしながら、米国企業でも株価を高く維持しながらR & Dを積極的に行っている企業がある

ことを忘れてはならない。米国証券取引委員会の調査やその他の実証研究は、R & D投資を重視している企業がテイクオーバーされやすいというような傾向のないことを指摘している。つまり米国の株主は企業の健全な運営が株価に反映され、その上になつて企業業績の向上が期待できる長期戦略が明らかな場合、キャピタル・ゲインの発生することを期待しているといえよう。

後者の点について言えば、米国内でもグリーンメイラーの横行等、M & Aのマネーゲーム化に対しては批判的意見も強く、極端な場合、敵対的買収から逃れるために収益部門の売却や不必要な起債等によって意図的に企業価値を低めるような防衛策は企業経営のみならず国民経済的に見ても疑問なしとしない。

しかしながら米国ではM & Aのポジティブな役割として、非効率あるいは不誠実な経営者を経営内部から放逐する手段と評価することが多い。これは経営支配（corporate control）についても市場が存在し、この支配権を争奪するプロセスがM & Aと見なされるのである。M & Aがこのような形で機能するときは、経営のリストラクチャリングがなされ、株主および労働者は利益を得ると考えられる。このような議論の前提には、株主の利益を代表するはずの経営者グループが実は株主と制度的に乖離しているという認識がある。株主は無力であり、経営者グループは自由に行動をとることができるので、株価最大化は実現されないという訳である。

翻ってわが国の場合を考えてみるに、株式の大衆化が一段と進展する一方、巨額化する年金基金運用者等の機関投資家の動向等により、株価の変動に対する感応度はいっそう高まるものと思われる。したがって企業経営者も従来に増して株価を高く維持しつつ長期戦略を考える傾向が強まることとなろう。

また経営革新については、きびしい円高不況を乗りこえた日本では少なくともアメリカのような

意味でのリストラクチャリングが早急に必要だとは思われないというのが一般的な見方であろう。しかし将来の展望について考えるとき、日本企業の全てがアメリカには存在しない企業内部を革新するメカニズムが必ず機能するという保証はない。組織内では過去の成功が現在の地位を保障するものになっているとすると、将来についても過去の成功パターンを踏襲しようとするイナーシャが働くことは否定できない。特にわが国のように、世界市場での成功が事実としてあるとき、企業内部で全く新奇な戦略や方針を打ち出すことは困難となる。もし組織でのイナーシャが普遍的となり、革新の契機がつぶされてしまうことが常態化すれば、この企業は競争に対して脆弱化せざるをえない。そこで問題は企業内部に絶えざる革新の契機を自らつくり出すシステムが構築できるかである。

このようなコンテキストでは、経営に対して絶えず革新を外的に必要化するような、脅威 (threat) の存在することが望ましい。要はわが国企業も企業内部における自己革新が持続され、健全な経営内容が株価に反映され、将来の業績向上

が期待される長期戦略が維持されるよう経営努力が行なわれれば、M & A が現実の脅威にはならないものと考えられる。

[注]

- (1) コンテストビリティについては次を参照されたい。奥野正寛・鈴木興太郎「応用ミクロ経済学II」(岩波書店1988年)
- (2) M & A に関する最近の研究は数多い。その中から基本的と思われるものを以下に列挙する。
 - ・ Alan J. Auerbach ed., *Mergers and Aquisitions* (National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 1988)
 - ・ Alan J. Auerbach ed., *Corporate Takeovers : Causes and Consequens* (National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, 1988)
 - ・ Murray L. Weidenbaum & Keneth W. Chiltan ed., *Public Policy Toward Corporate Takeovers* (Transaction Books, 1988)
 - ・ James A. Fairburn & John A. kay ed., *Mergers & Merger Policy* (Oxford University Press, 1989)